



CONFINDUSTRIA

Consultazione  
**CONSOB**  
Modifiche al  
Regolamento Emittenti  
in materia di  
trasparenza societaria

Luglio 2019

Position Paper

## Osservazioni al documento di consultazione della Consob sulle proposte di modifica al RE in materia di trasparenza societaria

La Consob ha pubblicato un documento di consultazione sulle modifiche proposte al Regolamento Emittenti per disciplinare (i) i casi di esenzione dall'obbligo, imposto al soggetto che acquista partecipazioni superiori alle soglie del 10%, 20% e 25% in emittenti quotati, di dichiarare gli obiettivi che ha intenzione di perseguire con l'acquisizione (art. 120, comma 4-bis) e (ii) nuovi obblighi di comunicazione in caso di perdita della qualifica di PMI.

### (i) *Obbligo di comunicazione delle intenzioni e proposte di esenzione*

L'obbligo di comunicazione, introdotto con il decreto-legge 16 ottobre 2017, n. 148 poi convertito con legge 4 dicembre 2017, n. 172, prevede che il dichiarante indichi, sotto la propria responsabilità,: a) i modi di finanziamento dell'acquisizione; b) se agisce solo o in concerto; c) se intende fermare i suoi acquisti o proseguirli nonché se intende acquisire il controllo dell'emittente o comunque esercitare un'influenza sulla gestione della società e, in tali casi, la strategia che intende adottare e le operazioni per metterla in opera; d) le sue intenzioni per quanto riguarda eventuali accordi e patti parasociali di cui è parte; e) se intende proporre l'integrazione o la revoca degli organi amministrativi o di controllo dell'emittente.

La finalità della norma è di natura difensiva, come emerge chiaramente dalla relazione illustrativa al decreto-legge, nella quale si afferma che «il significativo aumento di acquisizioni del controllo di aziende e di asset produttivi europei ha reso indifferibile ed urgente approntare adeguati strumenti di difesa, volti a garantire la trasparenza dei mercati e la possibilità di verificare la reale natura degli investimenti che possono minacciare gli interessi nazionali in termini di sviluppo economico, progresso tecnologico e livelli occupazionali.

In questa prospettiva, l'estensione del contenuto degli obblighi di comunicazione che incombono su chi acquisisca una partecipazione importante in una società quotata, imponendo allo stesso di chiarire le finalità perseguite con l'acquisizione, avrebbe dunque l'effetto di accrescere il bagaglio di informazioni circa l'operazione di acquisizione e i suoi possibili esiti, a beneficio del corretto funzionamento del mercato e di tutti gli stakeholder, esponendo la condotta del soggetto partecipante alla verifica del mercato e degli organi di vigilanza.

La normativa vigente prevede dunque un livello crescente di tutele:

- il primo livello è quello della trasparenza, rappresentata dagli obblighi di comunicazione che scattano al raggiungimento o superamento delle

soglie del 3% (5% per le PMI quotate), 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30%, 50%, 66,6% e 90% (art 120, comma 2 tuf e art. 117 RE);

- il secondo livello è quello, rappresentato dall'obbligo di comunicazione rafforzato che prevede la dichiarazione delle intenzioni al raggiungimento o superamento delle soglie del 10%, 20% e 25% (art. 120, comma 4-bis) ritenute significative in vista di un potenziale interesse all'acquisto del controllo della società quotata; gli obblighi di comunicazione sono posti a tutela della trasparenza del mercato ma anche in chiave anti-scalate per far emergere anticipatamente eventuali interessi all'acquisizione di posizioni di controllo nella società quotate e consentire la predisposizione di misure difensive;
- il terzo livello è quello dell'obbligo di opa al superamento della soglia del 30%; 25% in assenza di altro socio che detenga partecipazione più elevata; nel caso di PMI, la soglia fissata dallo statuto tra il 25% e il 40%; 95%.

Nel documento di consultazione, la Consob propone cinque categorie di esenzioni, in particolare:

1. le esenzioni già previste in materia di opa obbligatoria, ma con alcuni adattamenti nei casi di acquisto di partecipazioni in società con controllo solitario di diritto (con esclusione dei casi di società sottoposte a controllo tramite patto); acquisto di partecipazione infragruppo; superamento di soglia determinato dall'esercizio di diritti di opzione, di sottoscrizione o di conversione originariamente spettanti (acquisti per casi indipendenti dalla volontà del titolare della partecipazione); acquisti conseguenti a successioni, nei soli casi di successione mortis causa;
2. le esenzioni già previste dall'art. 119-bis in materia di obblighi di comunicazione di partecipazioni rilevanti nei casi di acquisto di azioni al fine di compensazione e liquidazione di operazioni delle azioni entro il ciclo di negoziazione e alle controparti centrali; azioni detenute nell'ambito della prestazione dei servizi di custodia di azioni, quando il diritto di voto può essere esercitato solo su istruzioni dell'azionista; azioni acquistate a fini di stabilizzazione;
3. i superamenti passivi delle soglie rilevanti, del tutto privi di volontarietà, che siano conseguenza di modifiche del capitale sociale (riduzione del capitale sociale) e/o del numero dei diritti di voto (perdita del voto maggiorato);
4. gli acquisti effettuati dai gestori dei fondi nell'ambito dell'attività di gestione del risparmio su base collettiva;

5. gli acquisti effettuati nell'ambito di un'offerta pubblica d'acquisto o scambio già comunicata al mercato.

La Consob precisa inoltre che: l'obbligo di comunicazione ai sensi dell'art. 120, comma 4-bis non sussiste per gli acquisti di azioni proprie effettuato in attuazione di un piano comunicato al mercato e in occasione della prima comunicazione di partecipazioni rilevanti nell'ambito di IPO; resta fermo l'obbligo di comunicazione quando le soglie sono superate per effetto della maggiorazione del voto.

Si condivide la linea generale proposta nel documento di consultazione che lega le esenzioni dall'obbligo di dichiarare le intenzioni alle operazioni che non sono in grado di influenzare il controllo della società (adottando gli stessi criteri dell'esenzione dall'obbligo di opa) e ai soggetti che, per la natura della loro attività di gestione, seguono criteri di investimento di natura finanziaria e non possono o comunque non intendono acquisire il controllo delle società

Per quanto riguarda la prima fattispecie, le esenzioni dall'obbligo di opa riguardano infatti proprio i casi in cui non ci sono rischi di 'scalata' né c'è un cambiamento sostanziale degli assetti di controllo, perché ad esempio vi è già una situazione di controllo di diritto oppure si tratta di un'operazione infragruppo oppure perché il superamento della soglia è del tutto involontario e non funzionale all'acquisto del controllo. Quindi, in una prospettiva di livelli di tutela crescente, appare ragionevole prevedere, in questi stessi casi, un'esenzione dagli obblighi di comunicazione rafforzata, che sono finalizzati anche alla tutela dei medesimi interessi.

In questa prospettiva, non convince del tutto la scelta di limitare l'esenzione ai soli casi di partecipazioni in società con controllo solitario di diritto, e non anche ai casi di società sottoposte a controllo tramite patto, che pure rientrano nell'esenzione dall'obbligo di opa.

Il controllo tramite patto è sicuramente più debole del controllo solitario, ma in assenza di un'offerta pubblica (per aderire alla quale è possibile recedere dal patto senza preavviso, cfr. art. 123 Tuf), i paciscenti sono comunque tenuti a rispettare il vincolo parasociale. In questa situazione, in assenza del lancio di opa, che costituirebbe di per sé una chiara dichiarazione dell'intenzione di acquisire il controllo, il soggetto che acquisisce la partecipazione non ha pertanto la possibilità di influenzare il controllo della società, che costituisce il presupposto per richiedere una dichiarazione preventiva delle intenzioni.

Analogamente, non convince la limitazione dell'esenzione ai soli acquisti conseguenti a successioni mortis causa, e non anche atti a titolo gratuito inter vivos, che sono esclusi dall'obbligo di opa. I trasferimenti a titolo gratuito, sia nel caso di successione che di cessione, non indicano infatti una volontà del beneficiario, quanto del trasferente e quindi, salvo i casi di

elusione che potrebbero altrimenti essere sanzionati, non appare logico imporre la dichiarazione di intenzioni.

In entrambi i casi, appare sufficiente l'obbligo di comunicazione delle partecipazioni rilevanti ai sensi dell'art. 120 Tuf per garantire la trasparenza al mercato e non si ravvisano ulteriori esigenze di tutela.

*(ii) Comunicazione delle partecipazioni superiori al 3% in società che perdono la qualifica di PMI*

Il documento di consultazione propone di introdurre un nuovo comma 2-bis all'articolo 117 del RE, volto a favorire l'emersione delle partecipazioni comprese tra le soglie del 3% e del 5% del capitale al venir meno della qualifica di PMI, a causa del superamento dei criteri indicati all'articolo 1, comma 1, lettera w-quater.1), del TUF.

In particolare, la modifica introdurrebbe un obbligo di notifica della partecipazione detenuta infra-soglia, a seguito del cambiamento del regime applicabile (da PMI a società quotata ordinaria), con riferimento alla soglia iniziale (dal 5% al 3%) prevista per la notifica delle partecipazioni in azioni.

Pur comprendendo la ratio della proposta, si ritiene che questa imporrebbe oneri sproporzionati sugli azionisti che venissero a trovarsi nella situazione prevista, scoraggiandoli dall'assumere posizioni in prossimità di un possibile cambiamento di status della società.

Infatti, la perdita della qualifica di PMI è indipendente dalla volontà del soggetto che partecipa l'emittente e, in assenza di ulteriori acquisti, si tratterebbe di un superamento meramente "passivo" per il quale già ora il comma 2 dell'art. 117 RE, prevede un'esenzione dall'obbligo di comunicazione.

Un problema di trasparenza potrebbe effettivamente porsi in occasione dell'assemblea. In questo caso, infatti, l'esistenza di un azionista titolare di una quota compresa tra i 3% e il 5% emergerebbe solo in occasione della riunione assembleare, ponendo un'incertezza rispetto alla sua legittimazione al voto.

Per ovviare a questo problema, si potrebbe prevedere un obbligo di comunicazione della partecipazione infra-soglia entro il termine previsto per la record date della prima assemblea successiva alla perdita della qualifica di PMI cui l'azionista intende presentarsi con una partecipazione eccedente la soglia del 3%.